

## 〈フォーカス〉低賃金、低インフレの犯人探しは続く

世界景気は良好な状態が続いている。Markit 社の Composite output PMI を見ると、ブラジルですら好況の境目である 50 ポイント前後に回復してきたほか、カナダは 60 ポイント超え、欧州でも独仏が 57 ポイント前後で推移している。特に最近は、大陸欧州の景気回復が印象的である。

雇用の需給も引き締まってきている。IMF によれば、主要先進国 39 カ国の 2016 年の失業率は 6.2% で、2017 年には 5.7% まで低下することが予想されている。G7 に限れば 17 年の予想は 5.0% と、5% 割れをうかがう勢いである。

一方で、賃金の伸び悩みとインフレ率の低下も、先進国に共通してみられる現象である。イエレン FRB 議長は、9 月 20 日の会見で、米国の低インフレを「謎」としたうえで、①労働市場のスラック(余剰労働力の残存)、②アマゾン(ネット販売の拡大)、③バングラデシュの縫製工場労働者(低賃金の海外労働者の活用)、④人口動態(日本では高齢化が進んだ県ほどインフレ率が低い)、⑤航空運賃、衣料品、中古車の価格下落、という 5 つの「容疑者」を挙げた。国によって項目ごとの容疑の濃淡は変わってくるだろうが、先進各国の共通項として、潜在成長率の低下をおそらく外すことはできない。金融危機の後遺症、労働力人口の減少、富裕層への富の集中、学歴格差、政府債務の増大などさまざまな要因で潜在成長率が低下しており、企業にとっては中長期的な成長期待を持ちにくくなっていることが、能力増強型投資の不振や賃上げの鈍さ、ひいてはインフレ率の低下につながっている可能性がある。一方で、カネ余りの状態が続いているため、よりてっとり早く金儲けができる方向に資金が流れる。不動産価格の高騰はその典型である。カナダ、豪州、ニュージーランド、韓国等では不動産価格の上昇が深刻な問題になっているほか、欧州各国でも上昇、日本でも銀座の地価が 5 千万円/㎡を超えてきている。世界的低金利は債務拡大も助長している。キャリートレード等の影響で、特にここ数年は新興国の債務拡大が顕著である。

インフレ率の低迷で、主要中央銀行は金融緩和策を中々緩めることができないが、こうなると処方箋そのものが間違っている可能性も出てくる。政府にとっても同様である。民間は成長性の低下を肌感覚で認識できるが、一部の国の政府は潜在成長率の低下を需給ギャップの問題と誤認する結果、恒常的に財政赤字が拡大しやすくなっている可能性が捨てきれない。

一方で、第 4 次産業革命の期待も大きいものがある。AI、ビッグデータ、IoT 等が今後数年で飛躍的な進歩を遂げる結果、雇用需給のひっ迫がいつの間にか余剰問題に変わる可能性を指摘する声もある。日本でも、人手不足が言われる一方で、大リストラを実施する業界も出てくるなど、変化の胎動のような兆しが見えなくもない。生産性の上昇は本来賃上げ要因のはずで、こうなると日本では労働市場改革を進め、雇用の流動性を確保することが賃上げのための重要なカギを握ることになる。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉低賃金、低インフレの犯人探しは続く……………1	・中国における金融規制強化の影響……………7
・経済情勢概況……………2	・主要経済指標レビュー……………10
・世界的な債務拡大の現状……………3	・日米欧マーケットの動向……………15

**経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）**

**日 本**

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後はエネルギー価格の伸びは鈍化方向に転じると見込まれることや、賃金上昇が見込みづらいことなどから、2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

**米 国**

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。10月には再投資計画の一部変更が開始された。12月には、追加利上げ実施されると予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

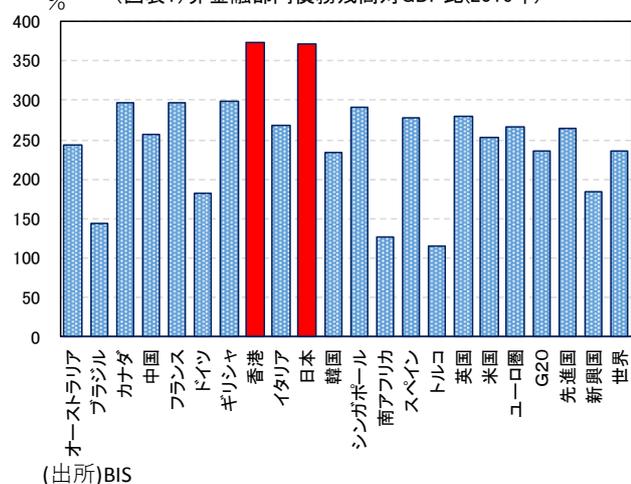
## 世界的な債務拡大の現状

### 世界的に債務が拡大

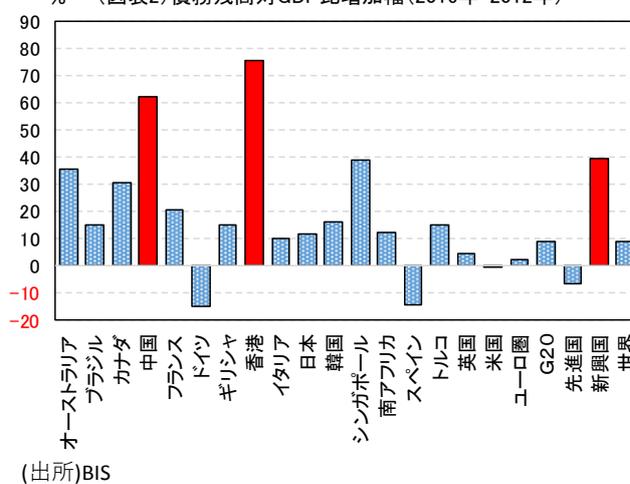
金融危機後、世界の主要中央銀行がこぞって実施してきた超金融緩和策の副作用としての、債務拡大が問題となっている。

国際決済銀行（BIS）の統計によると、2016年末の世界の非金融部門の借入残高（含政府）の対GDP比は235%に達している（図表1）。うち、先進国が264%、新興国が185%で、先進国が80ポイント程度上回っているが、2012年以降の増加幅を見ると、先進国の債務残高の対GDP比は7%低下しているのに対し、新興国は40%もの上昇となっており、新興国の債務残高の急増が深刻であることがわかる（図表2）。

（図表1）非金融部門債務残高対GDP比(2016年)



（図表2）債務残高対GDP比増加幅(2016年-2012年)



世界的な債務拡大の要因としては、緩和的な金融環境のほかにも複合的な要因が働いている。まず、金融緩和策とも関連するが、一般論として景気が改善しつつある国では民間部門の借入れが増え、景気が悪化した国では減る。逆に、政府部門の債務は、景気悪化時には、減税や公共投資などの財政政策に加え、破綻に瀕した金融機関の救済など、各種の財政支出が必要になる分増加ペースが拡大し、逆に景気回復時には伸びが鈍くなるという逆相関の関係が考えられる。

また、足元では多くの国で不動産価格が上昇している。そうした国では、住宅投資や不動産関連投資が増加するにつれ、企業や家計の関連債務も増える。不動産価格の上昇については、低金利や好景気といった直接的な要因のほか、先進国においては潜在成長率の低下が関係している可能性もある。すなわち、金利低下で投資資金は潤沢に用意できるにもかかわらず、潜在成長率の低下に伴い、企業としては中長期的な成長期待が持ちにくくなっている。従って、生産設備の増強に結びつくような有望な投資プロジェクトの選定に難渋するケースが増え、潤沢なマネーは債券市場に滞留するか、よりてっとり早く稼げる土地や株式といったリスク資産に流れ込む。これが世界的な不動産価格や株価の高騰をもたらしている可能性がある。

潜在成長率の低下は、政府債務の拡大とも関係している。民間ベースでは、肌感覚で成長性の低下を認識できるが、複数の先進国では、近年の潜在成長率の低下を循環的な景気悪化と誤認し、需給ギャップ自体はタイトになっているにもかかわらず財政政策の手を緩められない結果、恒常的に政府債務が拡大しやすくなっている可能性が考えられる。

経済の発展段階との関係では、資本ストックの蓄積が乏しい新興国では、投資収益率が高い分、

設備投資が伸びやすく、企業の借入れが増える。先進国への移行段階で資本蓄積が進み、限界収益率が低下するにつれ、設備投資の GDP 比は減っていくが、個人消費主導の経済に変質していく分、家計部門の借入れは逆に増えていくという関係が考えられる。もっとも、家計部門の借入れが増えるかどうかは、堅実か借金を厭わないかという国民性も関係している可能性がある。

政治システムや、各種制度にも左右される。例えば、制度や税制次第で、企業部門の借入れが促進されやすくなっている国があれば、家計部門の借入れが伸びやすくなっている国もあるだろう。また、欧米諸国では難民・移民問題の深刻化もあって、ポピュリズム的政権が発足するケースが増えており、これが政府債務の拡大につながりやすくなっている可能性も考えられる。

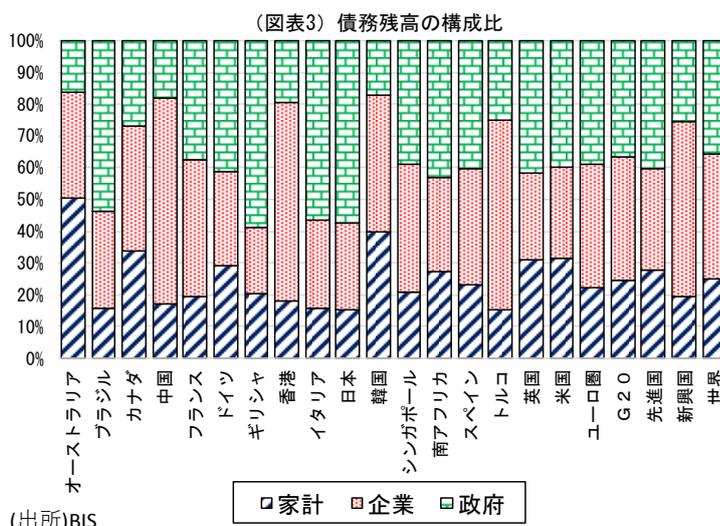
**全体の債務と構成比**

以上を念頭に置いて、再び図表 1 を見てみることにする。非金融部門の債務残高の GDP 比は、世界平均では 235%だが、主要国別に見ると、香港と日本で 350%を超えているのが突出している。先進国のなかではドイツが低い。少し前まで、フラジャイル 5（脆弱な新興国 5 通貨）と呼ばれていたブラジル、南アフリカ、トルコ等は、印象とは異なりいずれも 150%以下である。

これを増加幅で見ると、12 年からの 4 年間で香港の債務残高対 GDP 比が 76%、中国が 62%もの上昇を示している、シンガポールも 39%の増加。カナダ、オーストラリアも 30%以上増加している。新興国全体では 40%の上昇となっているが、これはウエートの大きい中国に引っ張られている面が大きい。

企業、家計、政府別の債務残高の構成比を見ると（図表 3）、中国、香港、トルコは企業債務のウエートがとりわけ高い。中国では 65%と全体の 7 割近く、香港は 63%を企業債務が占める。豪州と韓国は家計債務のウエートがそれぞれ 51%、40%と大きい。カナダも先進国のなかでは比較的家計債務のウエートが高い部類に入る。一方、日本、イタリア、ギリシャ、ブラジルといった国々は、政府債務のウエートが半分以上を占める。

以下、家計、企業、政府債務それぞれの国別の現状を見てみることにする。



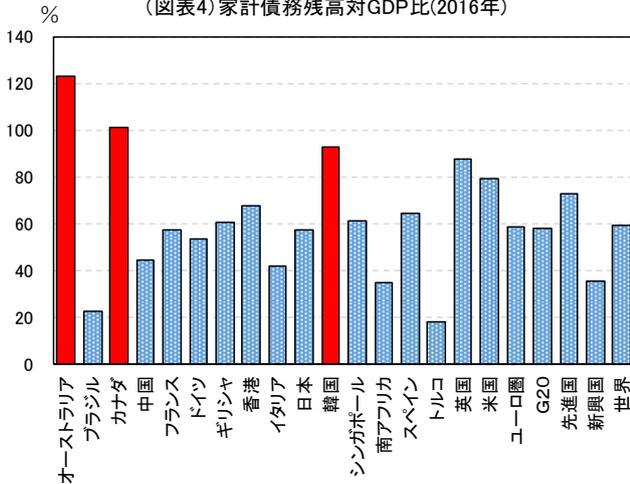
**家計債務は不動産価格の上昇幅が大きい国で拡大**

家計債務残高の対 GDP 比は、オーストラリア、カナダ、韓国といった国で高い（図表 4）。豪州は 123%、カナダも 109%と、いずれも 100%を超えているほか、韓国も 93%に達する。グラフにはないが、ニュージーランド、ノルウェー、スイスといった国々も 100%を超えている。これらの国にある程度共通しているのが住宅価格の上昇である。特に、金融危機時に不動産価格の大幅調整を免れた国で、金融緩和と景気回復の影響が不動産市場により強く現れている傾向がうかがえる。

IMF は、10 月に公表した国際金融安定報告書のなかで、家計債務の拡大は、短期的には成長を促す反面、中期的にはマクロ経済と金融の安定を損なうというトレードオフの関係が存在することを示している。短期的には家計債務の対 GDP 比の上昇は景気拡大と並行して観察される反面、この関係は 3~5 年後 に逆転するという。しかも、拡大ペースが速いほど銀行危機が生じる可能性も大き

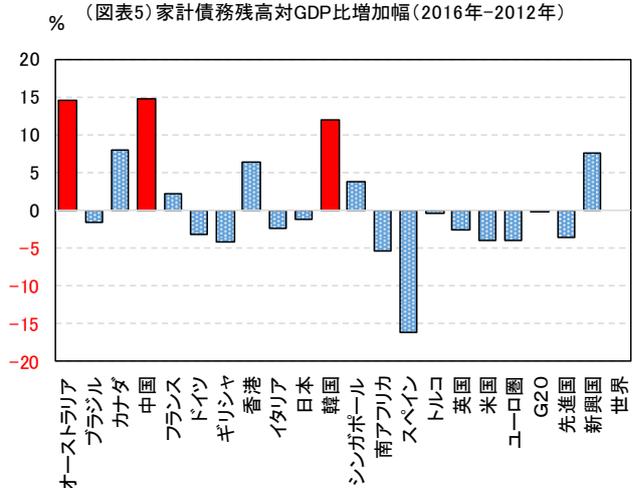
くなり、マイナス効果は家計部門の債務の水準が高いほど大きく、また、家計の債務残高が低い新興国に比べ、先進国でより大きくなる傾向があるとのことである。

(図表4) 家計債務残高対GDP比(2016年)



(出所)BIS

(図表5) 家計債務残高対GDP比増加幅(2016年-2012年)



(出所)BIS

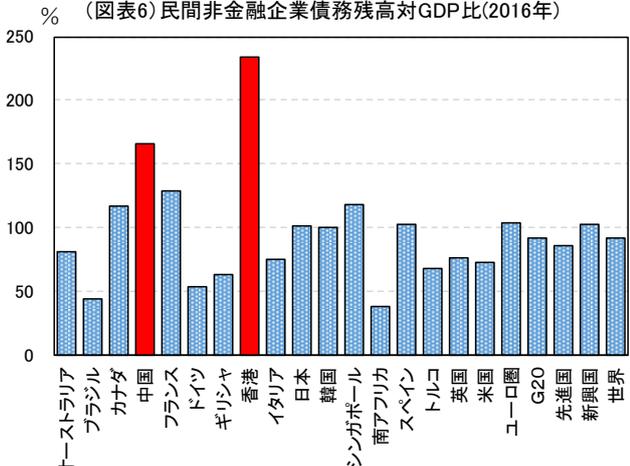
増加幅を見ると(図表5)、この4年間ではどちらかといえばGDP比が低下している国が多いなか、豪州、カナダ、中国、韓国、香港といった国々では上昇している。IMFは、家計負債のGDP比が5%上昇すると、3年後の実質GDPは1.25%下落するとしているが、この間のオーストラリアの家計負債対GDP比は15%、カナダは12%、中国も8%の上昇となっている。逆にスペインは、住宅バブルの崩壊とその後の家計部門のB/S調整の進展を反映し、この間16%の低下となっている。

**企業債務は中国と香港が深刻**

民間企業部門の債務残高の対GDP比は、中国、香港で150%を超えている(図表6)。香港は234%である。フランス、シンガポール、カナダが両国に次ぐ。ちなみに先進国の平均は86%、新興国は102%である。

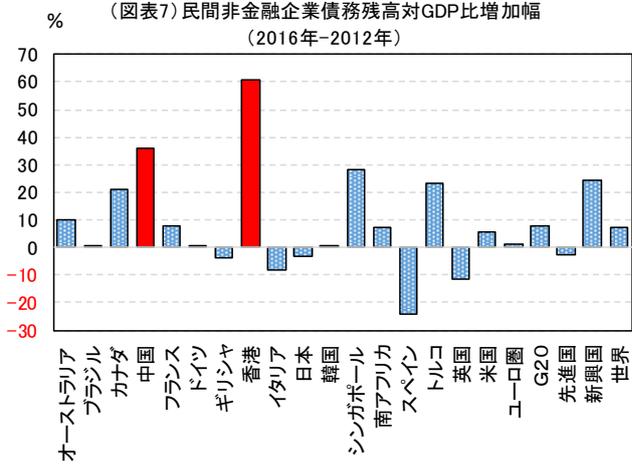
増加幅を見ると、香港が突出しており、対GDP比の4年間の上昇幅は61%に及ぶ(図表7)。中国の36%がこれに次ぐ。中国では、政府の支援策のもと、企業主体で不動産関連投資やインフラ投資を積極的に展開してきた影響が現れている。以下、シンガポールが29%、トルコの23%、カナダの21%と続く。先進国のなかではスペインが20%以上減少しており、不動産バブル崩壊後のB/S調整の進展を示している。

(図表6) 民間非金融企業債務残高対GDP比(2016年)



(出所)BIS

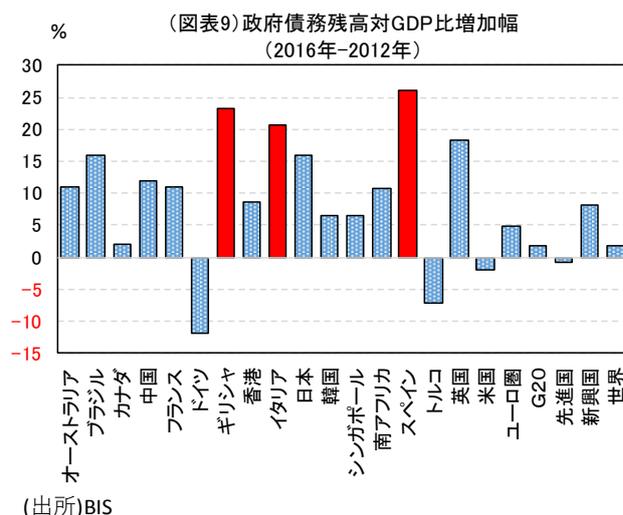
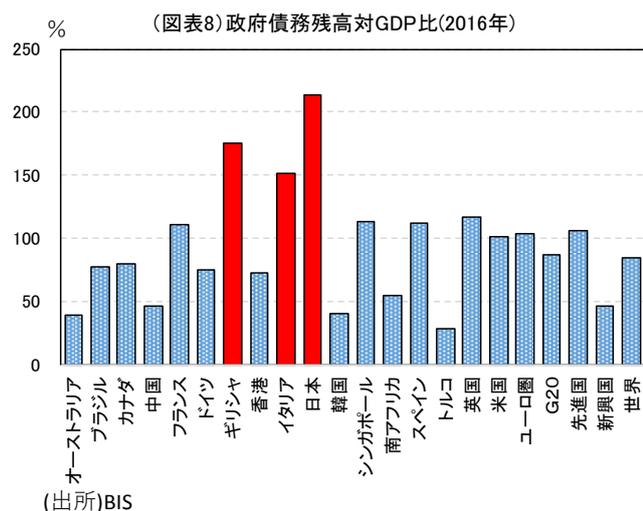
(図表7) 民間非金融企業債務残高対GDP比増加幅(2016年-2012年)



(出所)BIS

### 政府債務は日本が突出

政府債務残高の対 GDP 比は、いうまでもなく日本が 1 位で、集計国のなかでは唯一の 200% 超えとなっている (図表 8)。ギリシャの 176%、イタリアの 151% がこれに次ぐ。先進国の平均は 100% 前後。12 年との比較では、スペインの対 GDP 比の増加幅が 26% と大きい (図表 9)。スペインは、住宅バブルの崩壊後、若年層の失業率が一時 50% に達するなど、社会保障給付が嵩んだのに加え、12 年、13 年と金融機関への資本注入を進めたことで、結果的に民間債務を政府が肩代わりした形になっている。



GDP 比の上昇幅を見ると、スペイン以外ではギリシャの 23% 上昇が最も大きく、イタリアの 21% がこれに次ぐ。日本は 16% の上昇だが、もともとの残高の大きさを考えれば、これでも十分に深刻といえよう。逆にドイツは 10% 以上低下、米国も低下している。欧州が全体的に緊縮財政を強化しており、米国も低下した結果、先進国平均で見ると、政府債務の GDP 比は 4 年間で ▲1% とわずかながら低下しており、この点日本は世界のトレンドに逆行していると言えなくもない。ただ、米国でも税制改正法案が可決されれば中長期的な政府債務の GDP 比は拡大する可能性が大きく、今後の展開は予断を許さない。

足元では世界的に景気拡大局面にあり、かつ低金利下にあるため、こうした債務拡大は見過ごされがちだが、今後先進各国で金融政策の正常化が進み、長期金利が上昇に向かった場合、債務問題がにわかにクローズアップされるリスクがある。また、いずれ循環的な景気後退局面に入った場合には、B/S 調整圧力が景気後退期の長期化につながる恐れが大きい。特に、中国、香港の企業債務、豪州、韓国の家計債務、日本、ギリシャ、イタリアの政府債務が世界経済のリスクといえる。

家計と企業を合わせた民間債務の維持可能性を測る尺度として、BIS (国際決済銀行) は Credit to GDP ギャップを発表している。これは、民間非金融部門の債務と GDP トレンドとの乖離幅を求めたもので、この数値が 10% を超えると数年以内にシステミックリスクが起る可能性が高いとされている。主要国のなかでは、カナダ、中国、香港、シンガポールといった国々が 10% を超える水準で推移しており、中国は 20%、香港は 30% を超えている。中国の企業債務は先進国と同列に論じられない面はあるものの、少なくとも今後、企業の投資意欲の制約要因となる可能性が高い。米国では債務残高そのものは諸外国に比し急激に拡大しているわけではないが、足元ではハイイールド債や学生ローン、自動車ローンなどが拡大しつつあり、状況次第では景気回復の足かせとなる可能性が残されている。(担当: 小玉)

中国における金融規制強化の影響

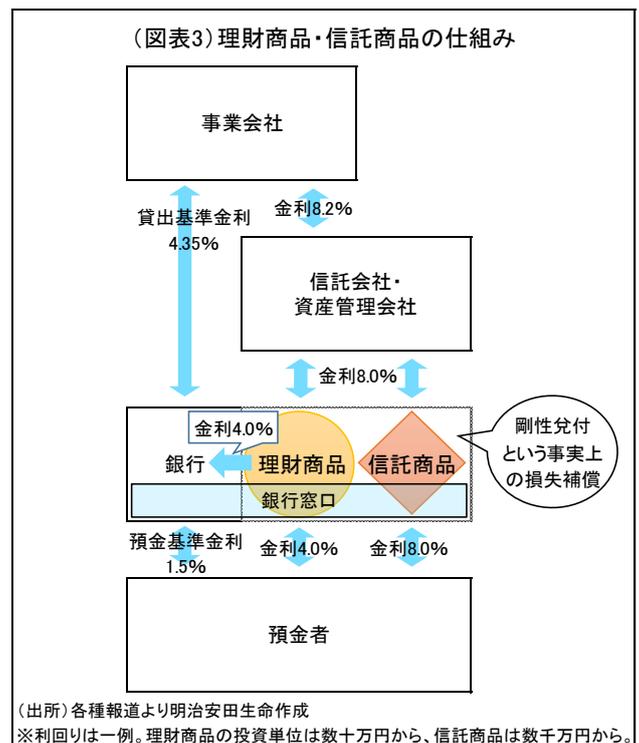
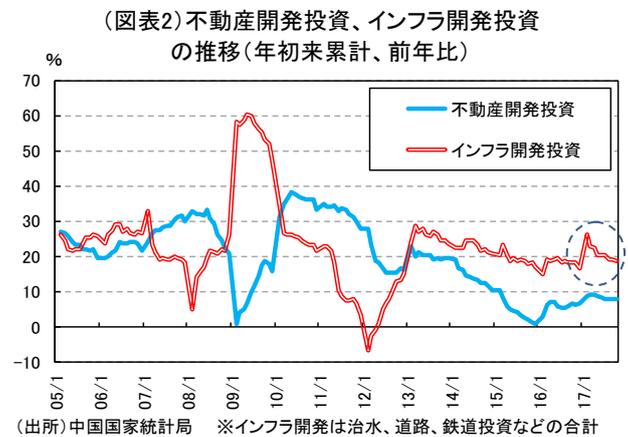
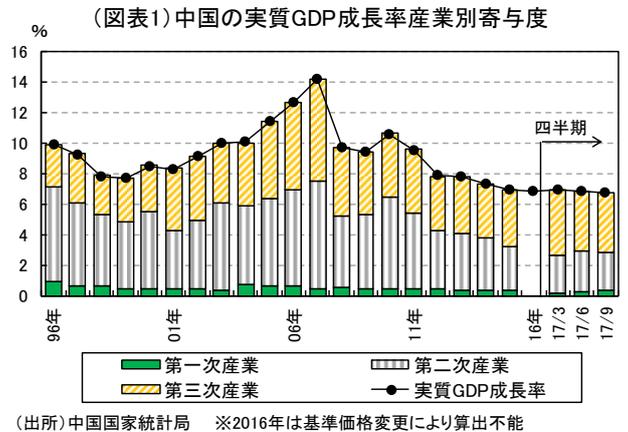
2017年は政策効果が景気を下支え

7-9月期の中国実質GDP成長率は、市場予想どおり前年比+6.8%となった。2017年1-3月期、4-6月期ともに同+6.9%と、政府目標の6.5%を上回る伸びが続いている。産業別に見ると、サービス業を中心とする第三次産業の拡大が続いたことに加え、採掘業、製造業、建設業で構成される第二次産業もこれまでの減速傾向に歯止めがかかった(図表1)。第二次産業は、2010年頃から徐々に減速感を強めていたものの、2017年は、5年に一度の共産党大会を控えて、地方政府による実績づくりのようなインフラ投資が活発化したことなどを背景に、減速傾向に歯止めがかかった形とみられる。二線、三線都市(地方都市)の不動産価格上昇を背景に、不動産開発投資が10%近い伸びを保ったことも要因のひとつで(図表2)、裏を返せば、地方政府による景気対策や、不動産開発投資の持ち直しが無ければ、2017年の第二次産業は一段と鈍化し、中国景気は減速感を強めていた可能性が高い。

2019年に向けて金融規制を強化

11月17日に、中国人民銀行と中国の銀行、証券、保険規制当局が連名で「金融機関の資産運用業務の規制に関する見解」と題するパブリックコメントを公表した。内容は、理財商品や信託商品といった、いわゆるシャドーバンキングと呼ばれる資金の流れ(ノンバンクの投資商品)について、監視や情報開示の強化を促すものであり、特に顧客に販売した投資商品について「剛性兑付」(事実上の損失補償)の慣例を、初めて罰則付きで禁止する内容となっている(図表3)。規制の影響の大きさに鑑み、中国当局は2年弱の準備期間を設け、2019年7月からこの規制を実施するとしている。

理財商品や信託商品といった投資商品は、中国人民銀行が預金基準金利を設定していることで、預金金利の引き上げによる銀行間の顧客獲得競争ができないことを背景に発達してきた。こうした経緯もあり、投資先で損失が生じた場合でも、銀行が顧客に損失を補償する商習慣が存在していた。今回、規制当局が剛性兑付の禁止を明確に打ち出したことで、銀行は銀行預金に比して高利



回りの理財商品や信託商品を安易に顧客に売ることは困難になるとみられる。シャドーバンキング・システムを経由した資金の流れも減少する可能性が高い。

シャドーバンキングの代表格とされる理財商品は、2017年1月の30.3兆円でピークを打ち、6月は28.4兆元と、頭打ちの状態が続いている(図表4)。すでに伸びが鈍っていた背景には、当局が2017年に入ってから、理財商品の販売を窓口規制で抑制していたことがある。今回11月に打ち出された措置により、残高は今後さらに減少すると見込まれる。中国の金融システムを概観すると、銀行を介した間接金融、債券や株式を介した直接金融、銀行の簿外取引やノンバンクの投資商品など、すべての金融取引の合計である社会融資総量は、2017年10月時点で171兆元(残高ベース)に達し、うち正規の銀行貸出は116兆元、それ以外の広義のシャドーバンキングは55兆元となっている。今回の金融規制は、中国に出回る資金の3分の1に規制の網をかけようとする野心的なものであり、金融リスク抑制という意味では大きな一歩であることは間違いない。ただ、シャドーバンキング・システムへの依存を深めていた企業は、今後は徐々に資金調達面で困難に直面する懸念が燦る。

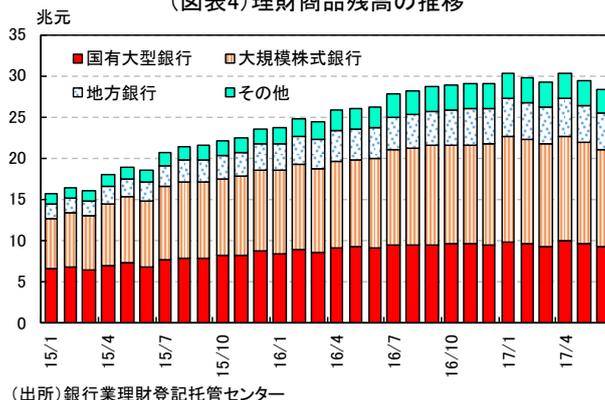
銀行を介した間接金融、債券や株式を介した直接金融、銀行の簿外取引やノンバンクの投資商品など、すべての金融取引の合計である社会融資総量は、2017年10月時点で171兆元(残高ベース)に達し、うち正規の銀行貸出は116兆元、それ以外の広義のシャドーバンキングは55兆元となっている。今回の金融規制は、中国に出回る資金の3分の1に規制の網をかけようとする野心的なものであり、金融リスク抑制という意味では大きな一歩であることは間違いない。ただ、シャドーバンキング・システムへの依存を深めていた企業は、今後は徐々に資金調達面で困難に直面する懸念が燦る。

**不動産・インフラ開発に影響**

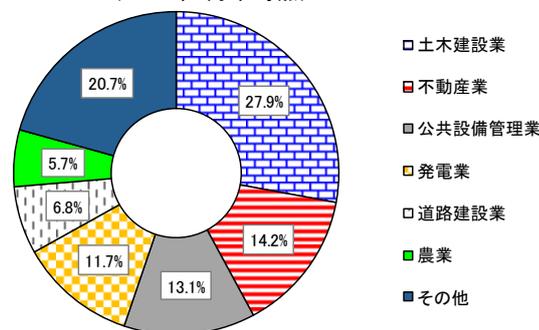
理財商品によって集められた資金の行き先について、確認可能な最新のデータは、2016年上半期末の「中国銀行業理財市場報告」である。同報告では、理財商品で集められた資金の行き先として、土木建設業や不動産業(ディベロッパーを含む不動産開発、建設業者)などが4割程度、公共設備管理や発電、道路建設業など、インフラ投資の性格を持つ大規模開発に3割程度が振り向けられていることが確認できる(図表5)。

不動産開発企業の資金調達動向を見ると、2016年以降、銀行借入や自己資金はほぼ無くなり、「その他」が大宗を占めるようになってきている(図表6)。理財商品に代表されるシャドーバンキング・システムを介して不動産開発企業へ資金が流入し、不動産開発、引いては中国景気を下支えしていた様子が窺える。今後、不動産開発業者は、当局による金融規制強化により、資金調達に苦慮するところが徐々に多くなるとみられる。また、中国当局は2016年9月、10月に一線都市と一部の二線都市に不動産価格抑制策を打ち出し、2017年9月にも二線、三線都市に対する不動産価格抑制策を発表した。今後、住宅価格の上昇ペースはいっそう鈍化するとみられ、不動産開発業者のなかには採算の悪化などから、住宅建設を控えるところも出てくるとみられる。今後の不動産開発は、金融規制の強化による資金調達難や、住宅価格上昇抑制といった政策が足枷となり、減速傾向

(図表4) 理財商品残高の推移

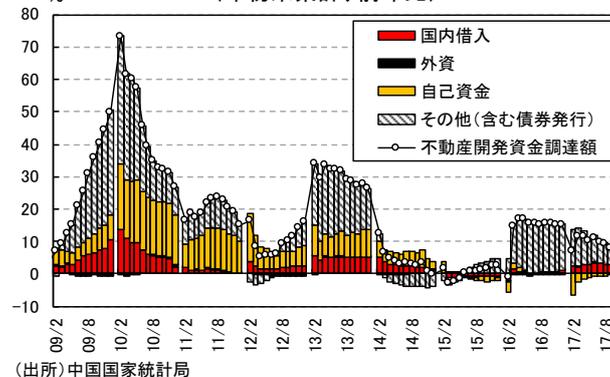


(図表5) 理財商品資金の業種別行き先 (2016年6月末時点)



(出所) 銀行業理財登記託管センター

(図表6) 不動産開発資金調達額 (年初来累計、前年比)



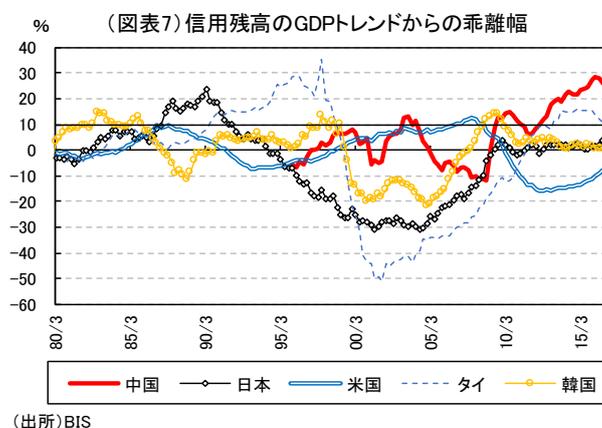
(出所) 中国国家统计局

を強めると予想する。

また、理財商品の資金使途の一つであるインフラ開発についても、中央政府が抑制に乗り出す動きが出ている。8月には、国家発展改革委員会は内モンゴル自治区の包頭市に対し、2016年9月に認可したはずの305億元の地下鉄工事の中止を命じた。今回認可を取り消されたプロジェクトは民間資金も活用したPPP(官民パートナーシップ)であり、地方政府の支出を抑えつつインフラ開発ができるという点で、共産党大会を控えた地方政府が近年活発に行なっていたスキームである。一部報道では、認可済みの地方政府によるPPPは9月末時点で14,000件、総工費はおよそ18兆元に達するという。このうち、中国財政部(財務省)は今年に入り、1,000件近くのPPP事業の認可を取り消した。中国財政部としては、景気支援のために地方政府の事業拡大にこれまで積極的な姿勢を取っていたものの、共産党大会で金融リスク抑制の姿勢が改めて強調されたことから、地方の財政や経済状況などを無視した事業に対しては、厳しい方針をとる方向に転換したものとみられる。特に、正規の銀行借入ではないシャドーバンキングを介した資金は概して金利が高く、採算性が低いインフラ開発に振り向けられている場合には、不良債権化するリスクが相応に高い。過剰債務の抑制、金融リスクの防止を重んずる現政権下では、今回のような認可取り消し、ないし不認可の事例が増加するとみられる。今後のインフラ開発については、党大会でも強調された「脱貧困」プロジェクト(バラックの改修工事や貧困地区でのインフラ建設加速など)により、2020年までに9,463億元を投資する予定であることから、底堅いレベルを維持するとみられるものの、理財商品からの資金が細ることや、政府による認可取り消しなどを踏まえると、総じてみれば減速に向かう可能性が高い。

### リスク抑制は容易ではない

中国の金融リスクについては、2009年に打ち出された大型の景気対策以降、さまざまな場面で指摘されてきた経緯があるが、現在に至るまで甚大な影響は出していない。この点について、一国の民間債務の維持可能性を測る尺度として、BIS(国際決済銀行)が発表しているCredit to GDPギャップがある。民間の非金融部門の債務とGDPトレンドとの乖離幅を求めたものであり、この数値が10%を超えると数年以内にシステミックリスクが起こる可能性が高いとされている。歴史的に見ると、バブル期の日本やサブプライム・ローン問題が発生した米国では、同指数が10%を超えて推移していた。また、新興国についても、アジア通貨危機時には韓国、タイなどで同指標が10%を超えていた(図表7)。中国については、10%を超えた期間が6年近くに渡り続いており、国際比較の面でも、中国の金融リスクは高いと言える。共産党大会を終えたこともあり、中国当局は金融リスク封じこめに舵を切ったとみられるが、膨大に積み上がった債務を減らしつつ景気を安定的な軌道に乗せるのは容易ではない。今後の中国景気は、個人消費と輸出が底堅く推移することで景気の減速ペースは緩やかなものにとどまると予想するが、債務問題にメスを入れる過程で、金融リスクが噴出する可能性もゼロとは言えない。中国政府は、債務削減と景気の安定を両立すべく、金融規制を強化しつつも預金準備率を引き下げるなど、アクセルとブレーキを交互に使い分けるような難しい政策運営が求められることになる。(担当:久保)

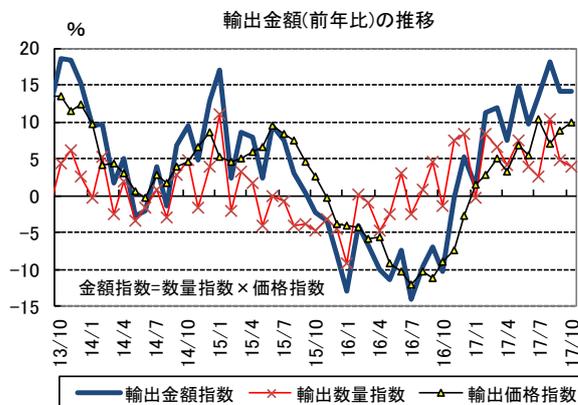


主要経済指標レビュー (11/20~12/1)

《日本》

○ 10月貿易統計 (11月20日)

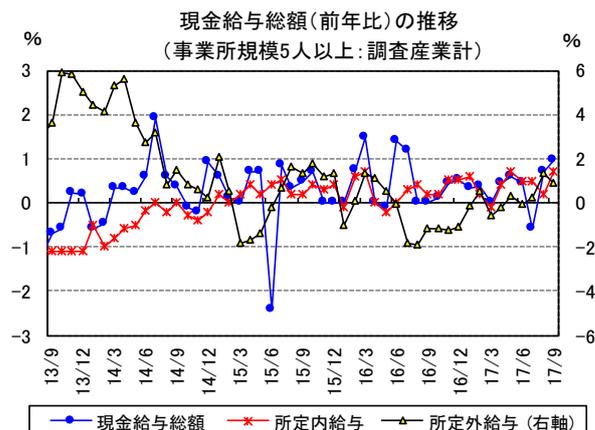
10月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+14.0%と、11ヵ月連続のプラスとなった。中国向け(9月:同+29.3%→10月:+26.0%)が3ヵ月連続で20%を超えるプラスとなっており、全体をけん引している。輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同+3.8%と、9月の同+4.8%からプラス幅が縮小したものの、輸出金額の季調済前月比は+2.0%と、4ヵ月連続のプラスとなり、7-9月期から引き続き回復傾向で推移している。今後についても、堅調な米国や、EU景気などの回復が下支えとなるほか、情報関連の需要拡大も後押しし、日本の輸出は回復傾向が続くとみる。アジア向けも、中国景気が概ね安定的に推移することで、持ち直し傾向が続くと予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 9月毎月勤労統計 (確報、11月22日)

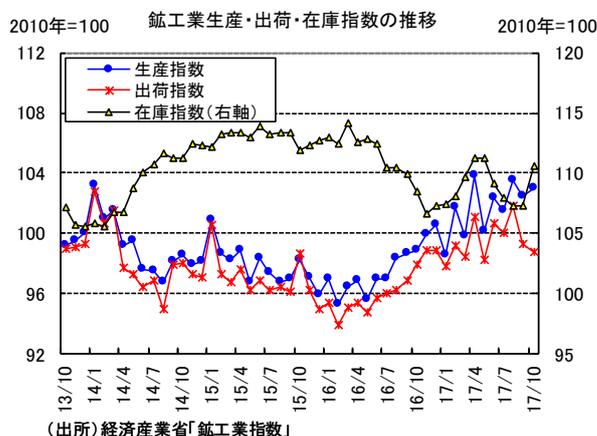
9月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+0.9%と、2ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.7%と、6ヵ月連続のプラスとなったほか、特別給与が同+10.6%と、2桁プラスとなったことで全体を押し上げた。定期給与のうち、所定内給与は同+0.7%と、6ヵ月連続のプラス、所定外給与も同+1.2%と、3ヵ月連続のプラスとなった。今後について、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

○ 10月鉱工業生産指数 (11月30日)

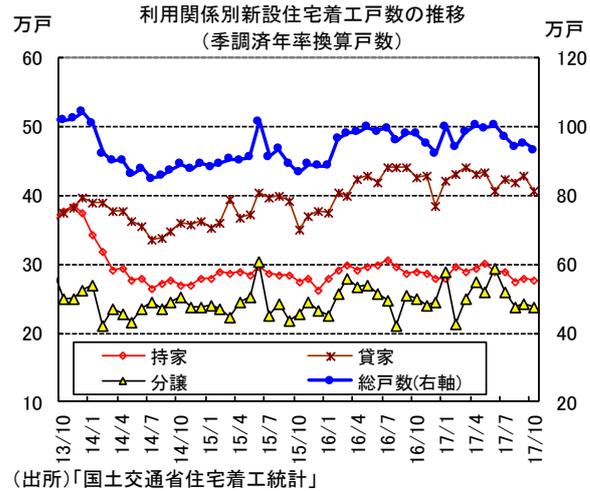
10月の鉱工業生産指数(季調済)は前月比+0.5%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。経済産業省による基調判断は、12ヵ月連続で「生産は持ち直しの動き」が維持された。生産予測調査によると、11月は前月比+2.8%、12月は同+3.5%の見通しとなっており、先行きについても緩やかな増産傾向で推移する可能性が高い。今後の鉱工業生産は、堅調な海外需要を背景に、引き続き輸出にけん引される形で、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しても、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復などが、生産の伸びに寄与するとみている。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

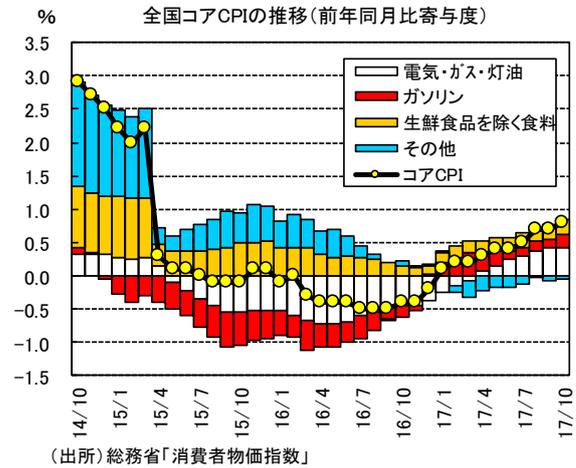
○ 10月新設住宅着工戸数（11月30日）

10月の新設住宅着工件数（季調値）は前月比▲2.0%と、2ヵ月ぶりのマイナス。利用関係別では、持家は同▲1.1%、分譲は同▲2.0%、貸家は同▲5.5%と、いずれも2ヵ月ぶりのマイナスとなっており、弱めの推移となっている。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率上昇などから、金融機関によるアパートローン向け融資への警戒もあって、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。以上から、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



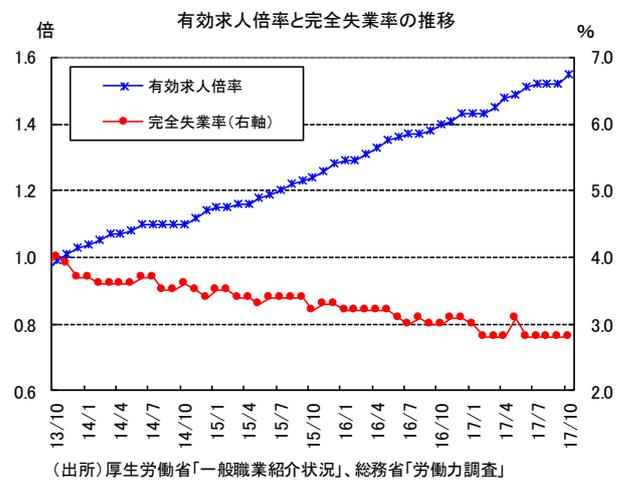
○ 10月全国消費者物価指数（12月1日）

10月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+0.8%と、10ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は9月から+0.1%ポイント拡大した。ただ、伸び幅の拡大は、もっぱらガソリン価格上昇の影響によるもので、エネルギーを除いた新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は同+0.2%と、3ヵ月連続で同じ伸び幅にとどまっている。総合指数は、昨年同時期に生鮮野菜価格が高騰していた反動で大きく伸び幅が縮小した。原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がしばらくコアCPIの押し上げ要因として残る可能性が出てきたが、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低く、政府のデフレ脱却宣言は困難とみられる。



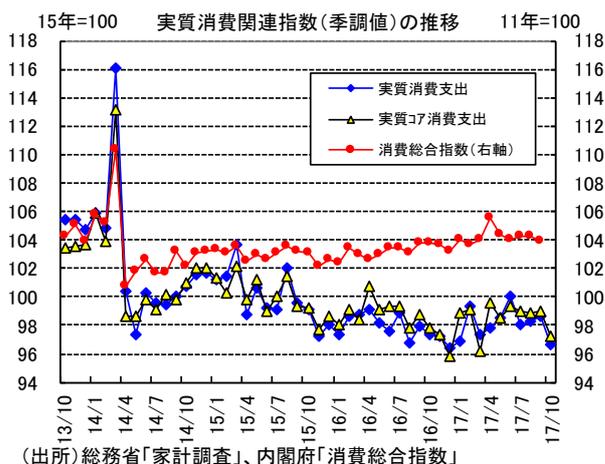
○ 10月雇用関連統計（12月1日）

10月の雇用関連統計を見ると、完全失業率（季調値）は2.8%と、5ヵ月連続で横ばいとなった。有効求人倍率（季調値）は1.55倍と、1974年1月以来の高水準となったほか、正社員の有効求人倍率は1.03倍と、前月から+0.01ポイントと、3ヵ月連続で上昇しており、雇用環境は改善が続いている。一方、所得環境については、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加や省力化技術の進歩など、需給ギャップ以外の構造的抑制要因が賃金の伸び悩みにつながっているとみられる。特に正社員の賃金に関しては、今後も安定的な上昇は期待しづらく、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



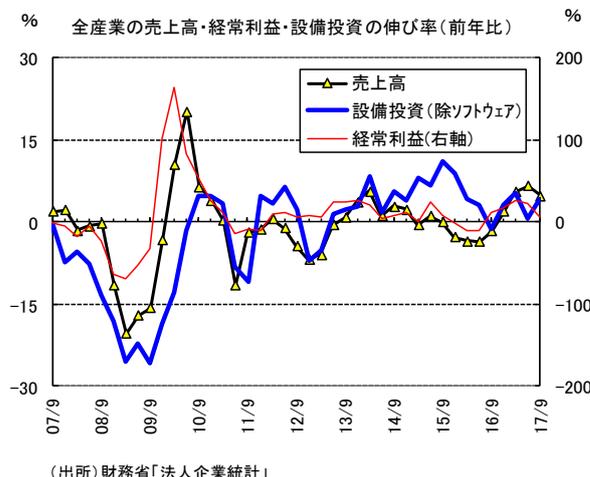
○ 10月家計調査 (12月1日)

10月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比±0.0%と、2ヵ月ぶりにマイナスから脱した。また、2人以上世帯のうち勤労者世帯の可処分所得は、実質ベースで同+2.4%と、5ヵ月連続のプラスとなり、所得環境には緩やかながらも改善の傾向がみられる。ただ、10月は週末に立て続けに列島を襲った台風が、外出意欲の低下を通じ個人消費の下押し要因となったことなどから、販売側統計は低調な結果となった。今後については、年金給付額の引下げ(前年比▲0.1%)や、高齢者の保険料率軽減特例の見直しによる負担の増加なども重しとなるとみられる。賃金の力強い改善も見込みづらく、個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



○ 7-9月期法人企業統計 (12月1日)

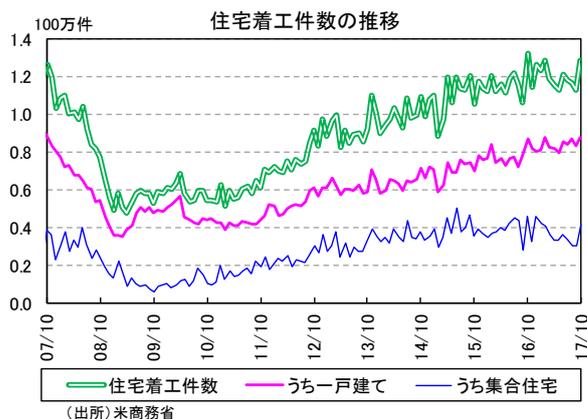
7-9月期の法人企業統計では、季調済前期比ベースで、売上高が+0.2%と5四半期連続の増収、経常利益は▲1.5%と6四半期ぶりの減益となった。業種別には、非製造業が減益となったが、一時的な影響によるところが大きいとみられ、企業業績は堅調な推移が続いている。今後についても、堅調な海外景気を背景とした輸出の増加などから、企業収益は堅調に推移すると予想する。設備投資(土地・ソフトウェアを除く)は季調済前期比ベースで+1.0%と、2四半期ぶりのプラスとなった。今後も、設備の更新維持投資や研究開発投資、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、2018年にかけて設備投資は緩やかな回復傾向が続くと予想する。



《米 国》

○ 10月住宅販売・着工件数（11月22, 28日）

10月の米新築住宅販売は年率換算で68.5万戸、前月比+6.2%と、2ヵ月連続で増加した。中古住宅販売も年率換算で548万戸、同+2.0%と、2ヵ月連続で増加した。住宅着工件数は年率換算で129.0万戸、同+13.7%と、4ヵ月ぶりに増加に転じた。先行指標とされる住宅着工許可件数も年率換算で131.6万戸、同+7.4%と、2ヵ月ぶりに増加した。8月末から9月初旬に米国南部を襲ったハリケーンにより、新築住宅販売は被害が大きかった南部地域を中心に大きく増加している。当面は復興需要などから、住宅着工や販売件数は増加傾向が続くと見込む。



○ 11月ISM製造業景況指数（12月1日）

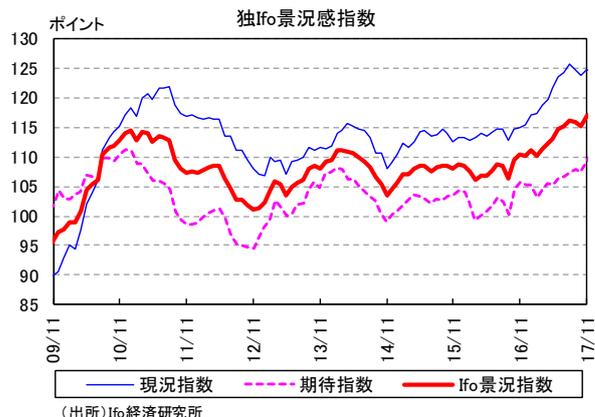
11月のISM製造業景況指数は58.2と、2ヵ月連続で前月から低下した。業種別に見ると、生産活動の拡大を報告したのは18業種中14業種で、前月の16業種から2業種減少した。構成項目別に見ると、生産、新規受注が改善したものの、リードタイム、在庫、雇用が低下した。ただ、リードタイムの低下は、ハリケーン被害により寸断されたサプライチェーンが回復した影響があるとみられ、景気にとって悪材料ではないとみる。復興需要が剥落した後も、個人消費の改善を背景に内需は底堅く推移すると見込まれることから、景況指数は目先やや低下しつつも、引き続き高水準での推移を維持すると予想する。



《 欧 州 》

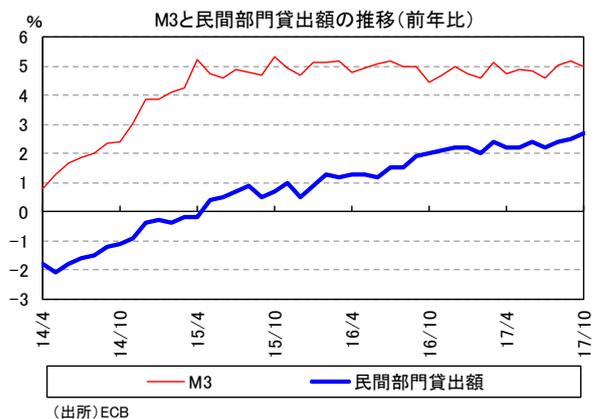
○ 11月ドイツIfo景況感指数 (11月24日)

11月のドイツIfo景況感指数は117.5と2ヵ月連続で改善し、統計開始以来最高の水準を更新した。内訳を見ると、現況指数が124.8→124.4と低下したものの、期待指数が109.2→111.0と改善したことが、全体を押し上げた。産業別では、建設業が20.2→17.2、小売業が16.1→13.0と低下したものの、製造業は31.1→33.1、卸売業が18.0→25.0と改善した。良好な雇用環境や緩和的な金融環境に加え、世界景気も回復が続くなど、輸出産業を中心に景気が上向く環境が整っていることから、ドイツ景気は今後も製造業を中心に回復基調が続くとみる。



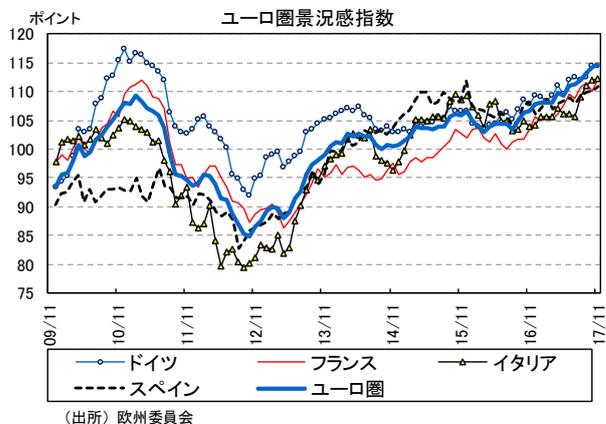
○ 10月ユーロ圏マネーサプライ (11月28日)

10月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+5.0%と、前月の同+5.2%から伸び幅が縮小した。ただ、民間向け貸出額は同+2.7%と前月の同+2.5%から伸び幅が拡大した。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.1%→+3.2%、非金融企業向けは同+1.4%→+1.7%と、ともに伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)による量的緩和策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



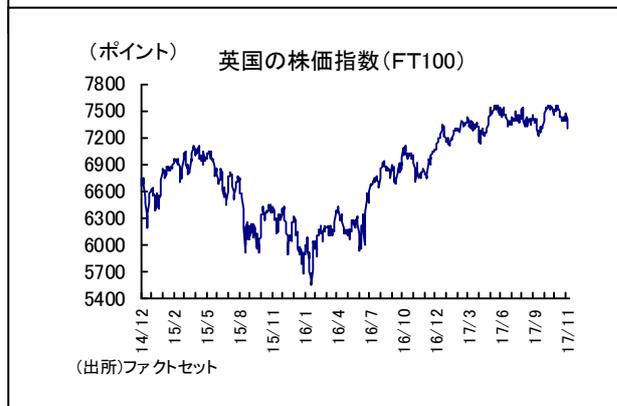
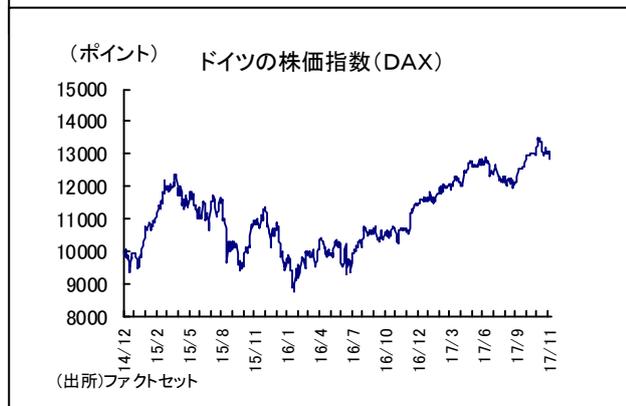
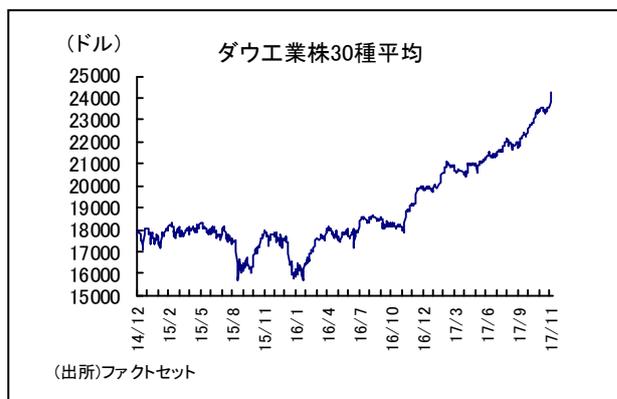
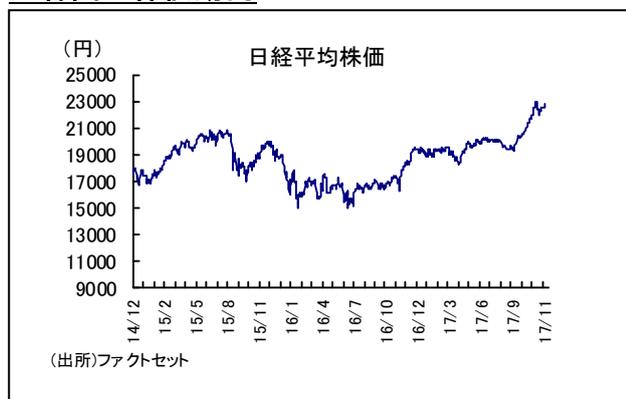
○ 11月ユーロ圏景況感指数 (11月29日)

11月のユーロ圏景況感指数は114.6と、6ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感8.0→8.2、サービス業景況感16.2→16.3、消費者信頼感▲1.1→0.1、建設業景況感0.4→1.6と改善、小売業景況感のみ5.5→4.2と悪化した。主要国別では、ドイツが114.5→114.4と小幅に悪化したものの、フランスは110.1→112.0、イタリアは111.9→112.1、スペインは110.2→110.8と改善した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、米国を中心とする海外景気の回復などを背景に、上昇傾向が続いている。景況感指数は、今後とも緩やかな改善傾向が続くと予想する。

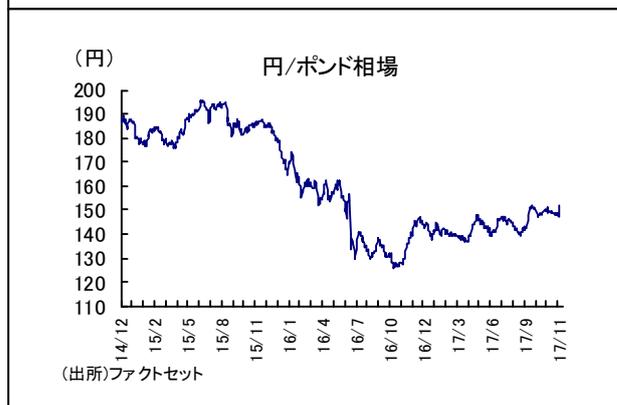
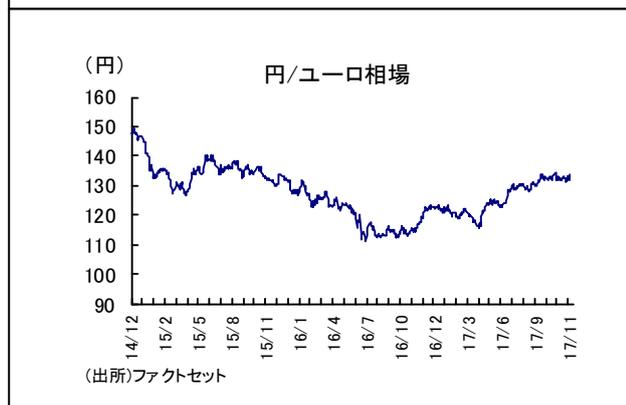
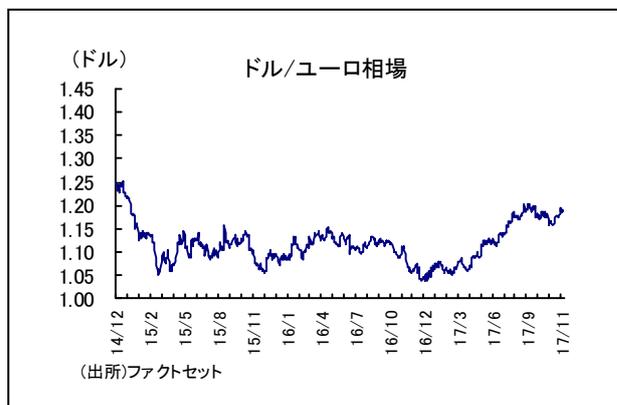
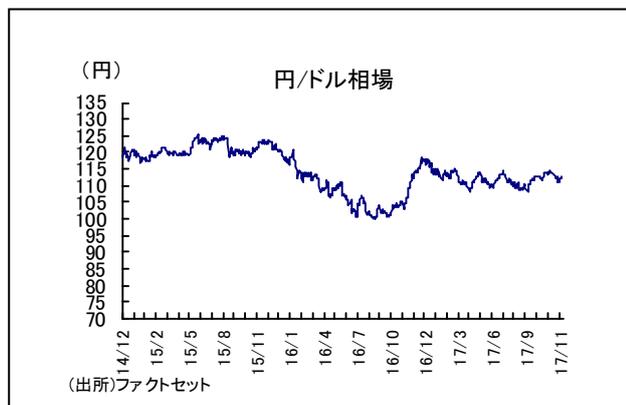


## 日米欧マーケットの動向 (2017年12月4日現在)

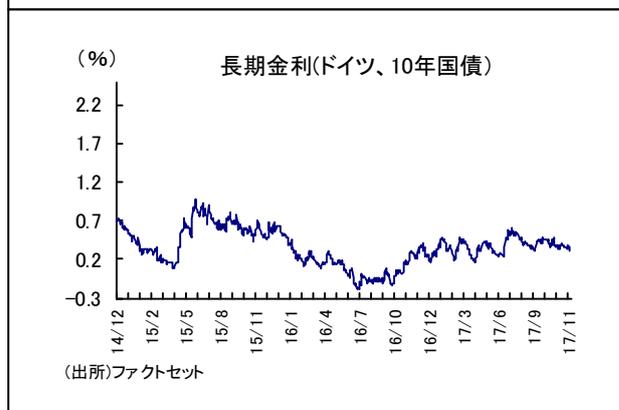
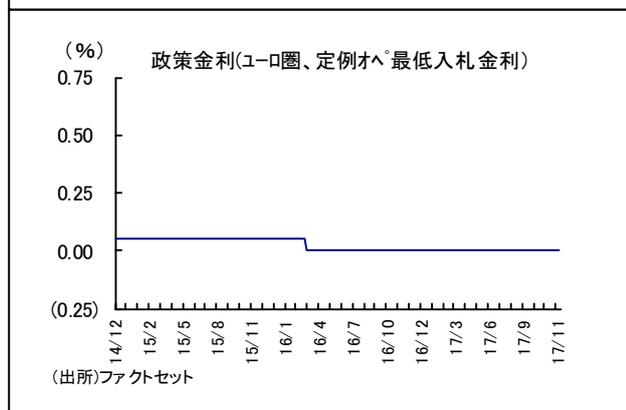
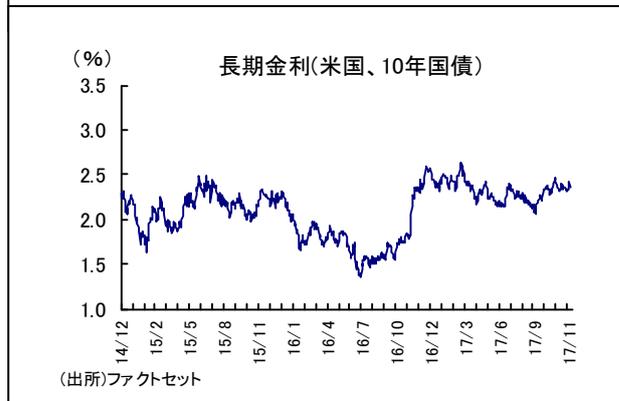
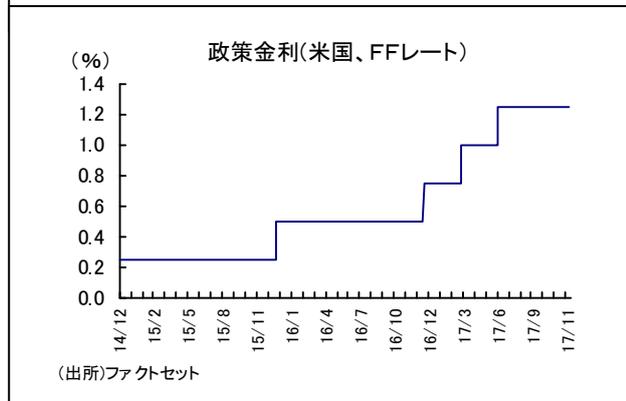
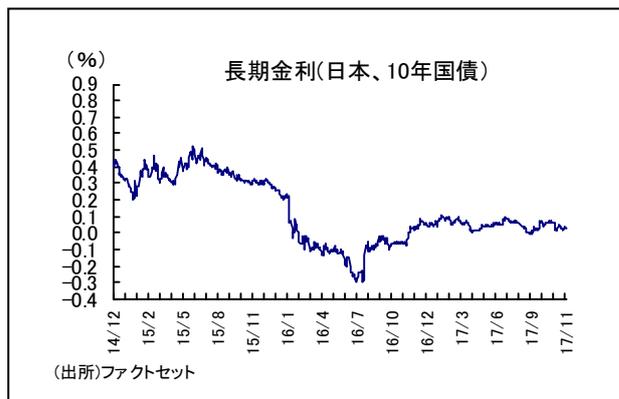
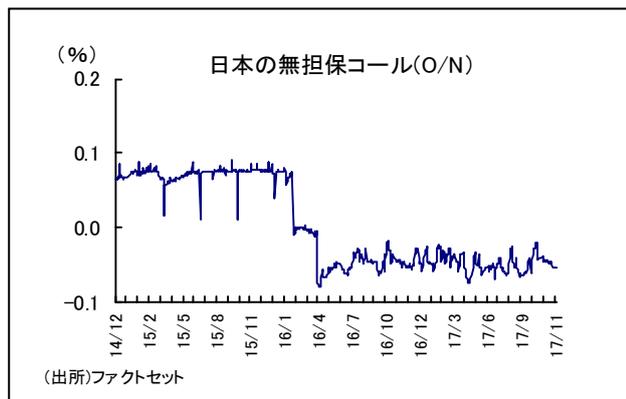
### ▽各国の株価動向



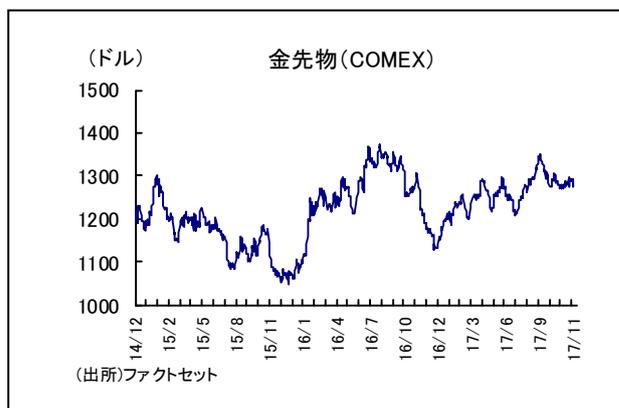
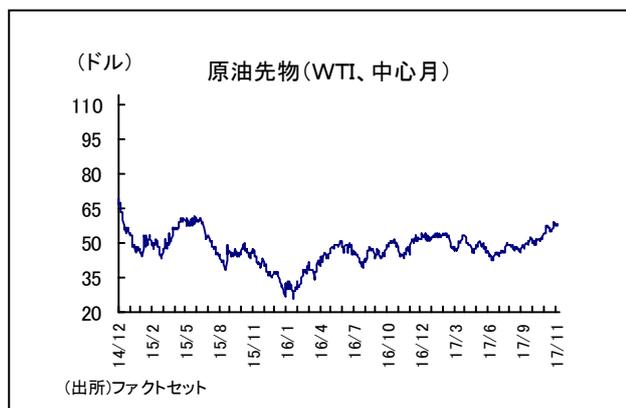
### ▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、  
柳田亮、磯部雅人、陳家斉